

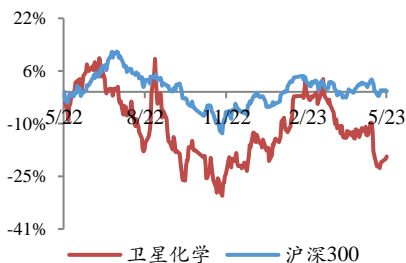
# 乙烷价格显著下行，轻烃龙头整装出发

**投资评级：买入（维持）**

报告日期： 2023-05-05

收盘价（元）	14.53
近 12 个月最高/最低（元）	19.52/12.40
总股本（百万股）	3,369
流通股本（百万股）	3,363
流通股比例（%）	99.82
总市值（亿元）	489
流通市值（亿元）	489

## 公司价格与沪深 300 走势比较


**分析师：王强峰**

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

## 相关报告

1. 拟建二期 EAA 装置，致力解决卡脖子关键材料 2023-03-27

2. 三季度业绩承压，原料价格下降盈利修复在即 2022-10-25

3. 卫星化学深度之二：美国乙烷价格还会上涨吗？ 2022-10-14

## 主要观点：

### ● 事件描述

4 月 28 日晚，公司公告 2022 年报。2022 年实现营收 370.44 亿元，同比增加 29.72%；归母净利润 30.62 亿元，同比减少 49.02%；扣非归母净利润 30.44 亿元，同比减少 47.98%。公司第四季度实现营收 92.74 亿元，同比增加 8.61%；归母净利润 0.46 亿元，同比减少 97.39%。

4 月 28 日晚，公司公告 2023 年一季报。2023 年一季度实现营收 94.15 亿元，同比增加 15.70%；归母净利润 7.07 亿元，同比减少 53.83%，环比增加 1437%；扣非归母净利润 7.78 亿元，同比减少 49.80%，环比增加 208%。

### ● C2 产业链：连云港两期全面达产，乙烷价格下行，C2 迎来修复

2022 年，C2 板块连云港石化实现营收 155.81 亿元，同比上升 100.01%，二期增量产能使收入及产销明显增加；实现净利润 6.34 亿元，净利同比下降 60.67%，盈利能力下降主要源于全球天然气价格大幅提升对原料价格的拉动使 C2 盈利能力下降，以及疫情反复下需求较弱。

2023 年一季度，C2 下游产品价格经历先上涨后下跌。年后，由于疫情管控政策放松，烯烃下游市场情绪有所抬升，价格有所回暖，但随着节后补库结束，实际需求恢复不及预期，季度下游库存上升，采购热情下降，导致价格又出现下跌。2023 年，我们认为复苏是全年主线，需求逐步恢复。

另一方面，由于全球天然气价格大幅提升，美国提升出口，乙烷价格一度上涨至 60 美分/加仑，公司 2022 年二、三季度盈利压缩明显。随着欧洲天然气补库结束，同时暖冬背景下需求同比下降，四季度开始乙烷价格已出现明显回落，四季度均价 39 美分/加仑，环比三季度下降 29%。2023 年一季度，乙烷价格进一步下行，一季度均价已经进一步下降至 25 美分/加仑，环比下降 36%。原料端压力减轻，C2 盈利在 2023 年将有明显修复。

### ● C3 板块：丙烯酸链景气度前高后低，C3 盈利短暂承压，静待需求修复

2022 年，C3 板块平湖石化实现营收 89.03 亿元，同比减少 18.92%；实现净利润 15.59 亿元，净利同比减少 39.39%。与去年同期相比，公司的 C3 板块业务盈利能力有所下降。

上半年，俄乌冲突使得全球能源价格大幅上行，丙烷价格带动上涨，PDH 价差显著缩小，但丙烯酸及酯板块仍延续 2021 年较好景气度，22H2 价差同比上涨 92%，对 C3 板块的整体盈利形成支撑。下半年，随着疫情反复，需求走弱，丙烯酸产业链盈利持续收窄，22H2 丙烯酸价差同比下跌 63%，同时丙烷旺季维持高位，PDH 盈利仍然微弱，C3 产业链盈利情况不佳。

2023 年一季度，C3 下游产品价格经历先上涨后下跌。年后，由于疫情管控政策放松，C3 下游市场情绪有所抬升，丙烯酸及丙烯酸酯价格有所回暖，但随着节后补库结束，实际需求恢复不及预期，季度下游库存上升，采购热情下降，导致价格又出现下跌。2023 年，我们认为下半年需求将好于上半年。目前，PDH 及丙烯酸价差均处于历史 30%分位以下，价差下跌空间有限，随着丙烷原料淡季价格下跌及需求的逐季度复苏，我们认为 C3 板块盈利有望反弹。

#### ● 聚焦新材料方向，新业务新领域快速导入

卫星确立了坚持轻质化原料为核心，打造低碳化学新材料科技公司的战略目标，推动轻烃产业链建设，合理布局新能源、新材料、功能化学品等规划项目，稳步实施在建项目，进一步扩大具有竞争力产品的全产业链建设。

**阿尔法烯烃中试达到既定目标，公司突破 POE 国产化的核心环节。**3 月 30 日晚，卫星化学发布公告，近日公司收到连云港石化有限公司通知，公司 1000 吨  $\alpha$ -烯烃工业试验装置已实现稳定运行，达到工业试验装置预定目标。我们认为在未来 POE 的竞争中， $\alpha$ -烯烃将是制约产业以及决定未来企业成本竞争力的关键，同时公司也拥有处于行业成本最左侧的乙烯，我们认为公司将在未来 POE 产业链的竞争中脱颖而出。

**绿色化学新材料产业园项目将于 2023 年内实现全部投产。**公司绿色化学新材料产业园项目一期一阶段工程顺利推进，部分装置已于 2022 年三季度开始陆续建成试生产，2023 年内预计全部完成。此次绿色化学新材料项目公司前瞻性布局了电池级碳酸酯、 $\alpha$ -烯烃及 POE 等一系列卡脖子新材料系列项目，凭借轻烃原料优势以及前瞻性和高强度的研发投入有望在新材料的角逐中脱颖而出。

**计划新建二期 5 万吨 EAA，内生外延推进国产替代。**公司于 2022 年及 2023 年宣布与 SKGC 投建共 9 万吨 EAA 装置，是国内首套装置，未来空间广大，同时 EAA 是乙烯与精丙烯酸的共聚产物，能够有效结合公司现有 C2 和 C3 产业链，原料全部自给。此次卫星化学和 SKGC 的合作是公司外延寻求先进材料的关键举措，体现了公司积极向新材料领域布局的决心。

#### ● 投资建议

卫星化学是轻烃化工龙头，产品产能位于领先地位。公司产业链一体化优势显著，成本优势领先。预计卫星化学 2023-2025 年归母净利润 50.64、68.05、75.50 亿元，对应 PE 为 9.59X/7.13X/6.43X。维持买入评级。

#### ● 风险提示

项目建设不及预期；  
产品及原料价格大幅波动；  
烯烃行业竞争加剧；  
宏观经济下行。

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	37044	48953	56975	59455
收入同比 (%)	29.7%	32.1%	16.4%	4.4%
归属母公司净利润	3062	5064	6805	7550
净利润同比 (%)	-49.0%	65.4%	34.4%	10.9%
毛利率 (%)	16.5%	18.6%	20.2%	21.9%
ROE (%)	14.5%	20.4%	22.3%	20.5%
每股收益 (元)	0.91	1.50	2.02	2.24
P/E	17.03	9.59	7.13	6.43
P/B	2.47	1.95	1.59	1.32
EV/EBITDA	10.74	6.86	5.96	5.28

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 公司整体经营状况与财务数据.....	6
2 利润低点过去，2023 年盈利将迎来显著修复.....	10
2.1 C2 板块：乙烷价格下行，C2 迎来修复.....	10
2.2 C3 板块：盈利短暂承压，静待需求修复.....	13
3 聚焦新材料方向，新业务新领域快速导入.....	15
风险提示：.....	16
财务报表与盈利预测.....	17

## 图表目录

图表 1 公司营收半年度变化情况.....	6
图表 2 公司营收季度变化情况.....	6
图表 3 公司毛利半年度变化情况.....	7
图表 4 公司毛利季度变化情况.....	7
图表 5 公司归母净利润半年度变化情况.....	7
图表 6 公司归母净利润季度变化情况.....	7
图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况.....	8
图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况.....	8
图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况.....	8
图表 10 公司三项费用占比季度变化情况.....	8
图表 11 公司现金流半年度变化情况.....	8
图表 12 公司现金流季度变化情况.....	8
图表 13 公司净现比半年度变化情况.....	9
图表 14 公司净现比季度变化情况.....	9
图表 15 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金.....	9
图表 16 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季.....	9
图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况.....	9
图表 18 公司存货周转天数季度变化情况.....	9
图表 19 公司产品营收年度变化情况.....	10
图表 20 公司产品毛利润年度变化情况.....	10
图表 21 公司化学品及新材料行业产品销售量年度变化情况.....	10
图表 22 公司化学品及新材料行业产品生产量年度变化情况.....	10
图表 23 公司 C2 板块营收半年度变化情况.....	11
图表 24 公司 C2 板块净利半年度变化情况.....	11
图表 25 C2 板块经营数据.....	12
图表 26 C2 板块产品半年度价格价差.....	12
图表 27 C2 板块产品季度价格价差 (元/吨).....	12
图表 28 公司 C3 板块营收半年度变化情况.....	13
图表 29 公司 C3 板块净利半年度变化情况.....	13
图表 30 C3 板块经营数据.....	14
图表 31 C3 板块产品半年度价格价差.....	14
图表 32 C3 板块产品季度价格价差.....	14

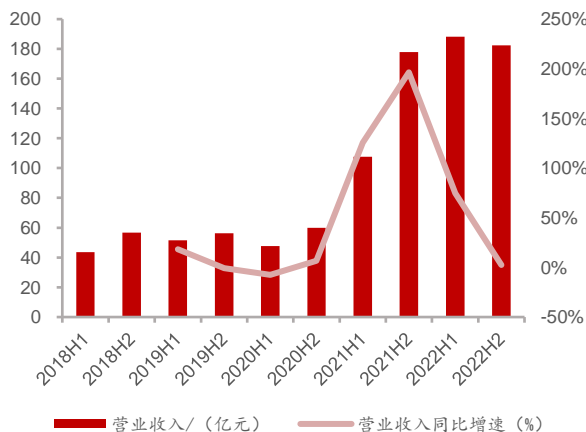
## 1 公司整体经营状况与财务数据

4月28日,卫星化学发布2022年年报。据公告,2022年公司共实现营收370.44亿元,同比增加29.72%;实现毛利61.19亿元,同比下降32.44%;实现归母净利润30.62亿元,同比下降49.02%;整体毛利率为16.52%(同比下降15.2个百分点);整体净利率为8.31%(同比下降12.75个百分点);三项费用率为3.97%(同比上升0.22个百分点),销售费用率、管理费用率(含研发费用)、财务费用率分别为0.24%、1.44%、2.29%,经营活动现金流净额为59.35亿元,同比上升61.81%;购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为24.92亿元,同比减小38.67%,投资强度有所增强;净现比为1.06,同比下降1.20;存货周转天数为43.59天,同比下降6.93天,经营效率有所降低。

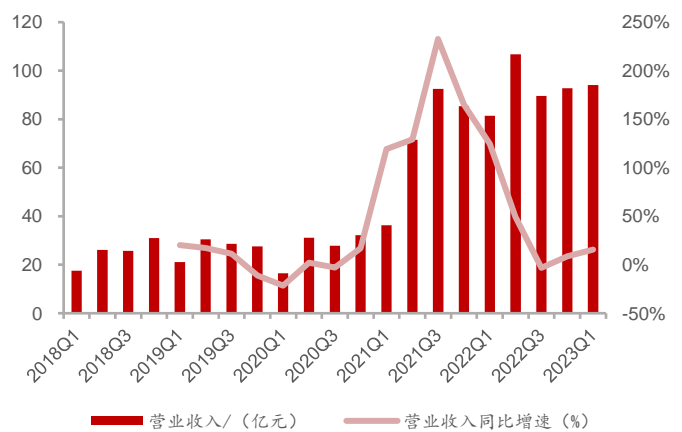
公司2022年产品实现营收370.44亿元,其中功能化学品/高分子新材料/新能源材料分别实现营收195.78/73.59/2.33亿元,营收占比分别为52.85%/19.87%/0.63%。而2022年产品实现毛利润59.87亿元,其中功能化学品/高分子新材料/新能源材料分别实现毛利润41.97/17.01/0.89亿元,营收占比分别为52.85%/19.87%/0.63%。与去年相比,高分子新材料板块的营收和毛利润有较大幅度增长,这归因于多个高分子材料项目的投产,为公司贡献业绩。公司2022年化学品及新材料行业产品销售量481.02万吨,同比增速51.48%,生产量473.09万吨,同比增速39.80%,由于二期落地,销售量和生产量都有较大幅度增加。

2022Q4公司经营状况相较Q3有较大提升。据计算,2022Q4公司共实现营收92.74亿元,同比上升8.61%,环比上升3.55%;实现毛利8.44亿元,同比下降68.12%,环比下降68.13%;实现归母净利润0.46亿元,同比下降97.39%,环比下降80.43%;整体毛利率为9.11%(同比下降21.93个百分点);整体净利率为0.45%(同比下降20.10个百分点);三项费用率为4.56%,销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为0.22%、1.46%、2.97%,其中研发费用率为2.92%(同比减小0.79个百分点);经营活动现金流净额为29.00亿元,同比上升9.23%,环比转正;购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为5.52亿元,同比增长84.62%,投资强度有所增强;净现比为0.014,维持了较好现金流水平;存货周转天数为43.59天,同比下降13.7%,经营效率基本稳定。

图表1 公司营收半年度变化情况



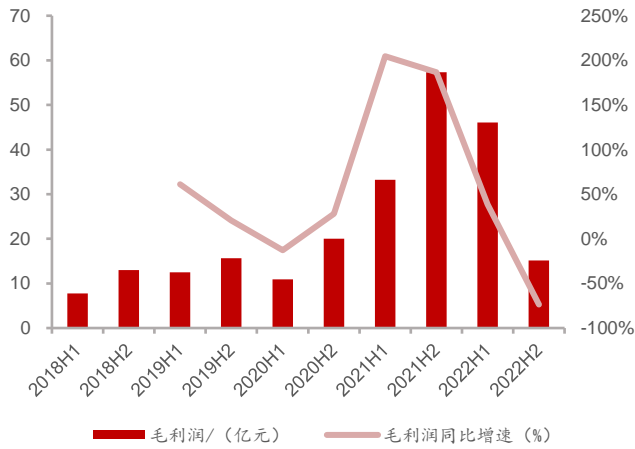
图表2 公司营收季度变化情况



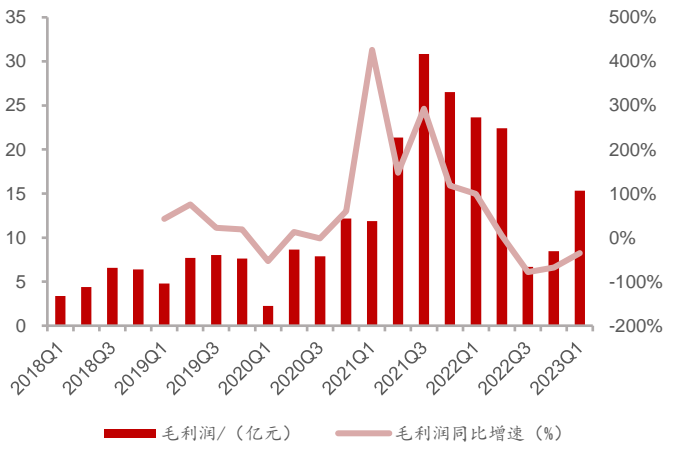
资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司毛利半年度变化情况



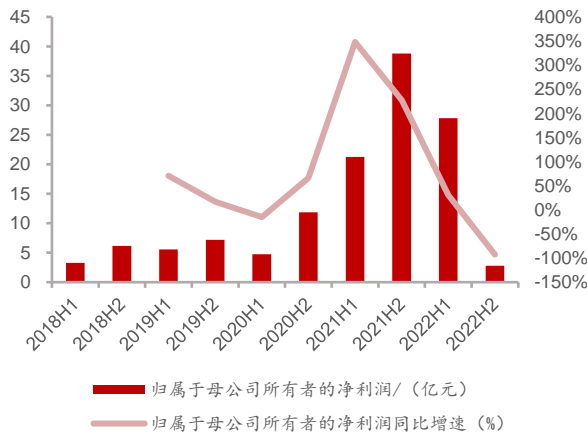
图表 4 公司毛利季度变化情况



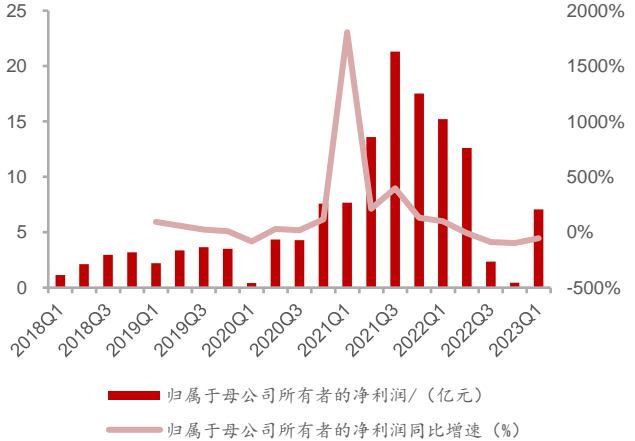
资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润半年度变化情况



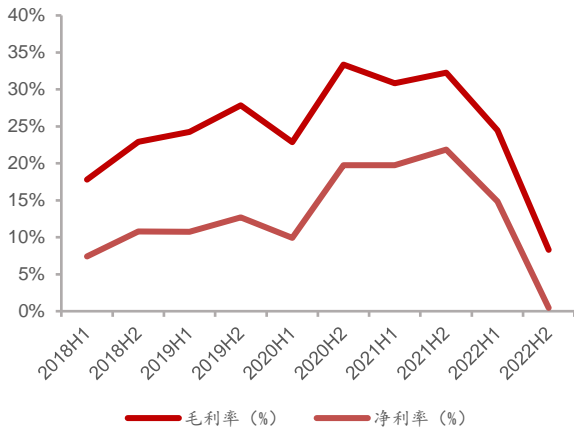
图表 6 公司归母净利润季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

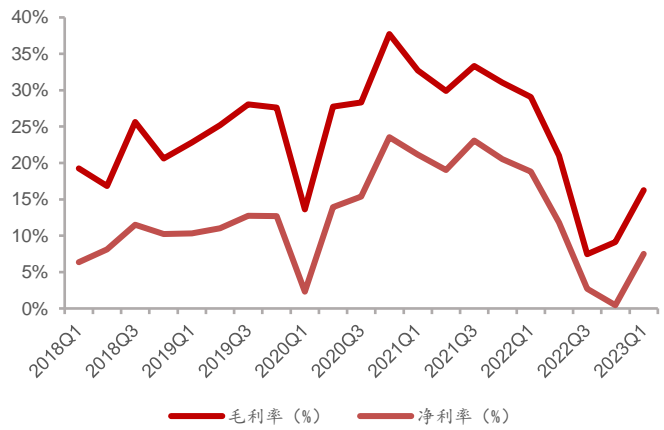
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况



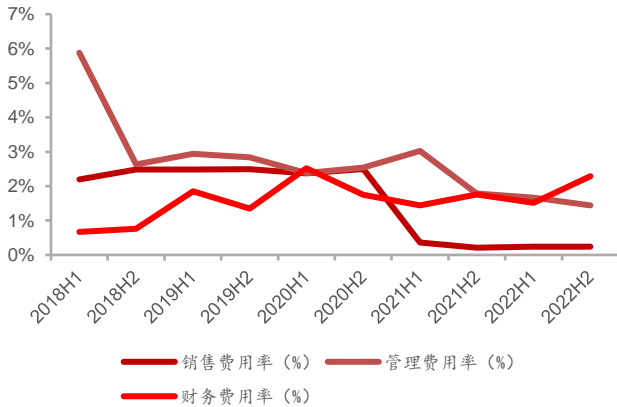
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况



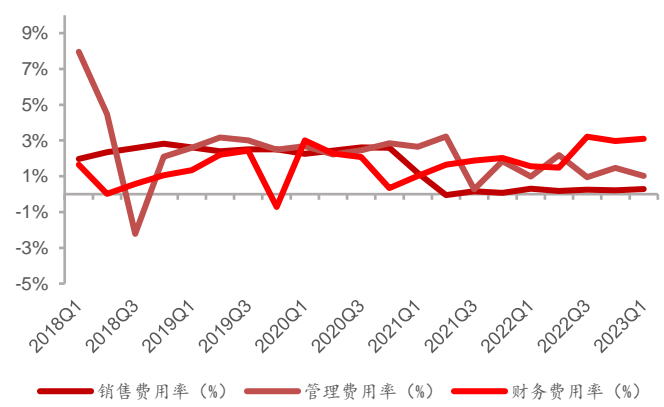
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况



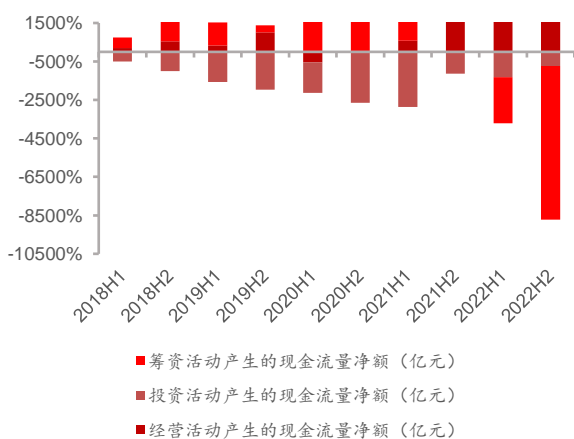
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司三项费用占比季度变化情况



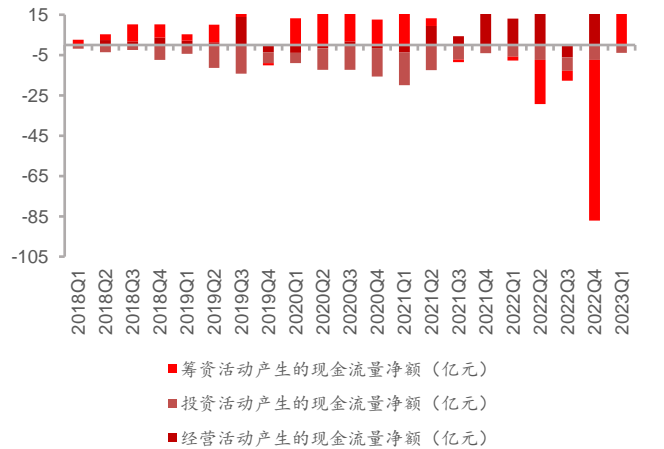
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司现金流半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

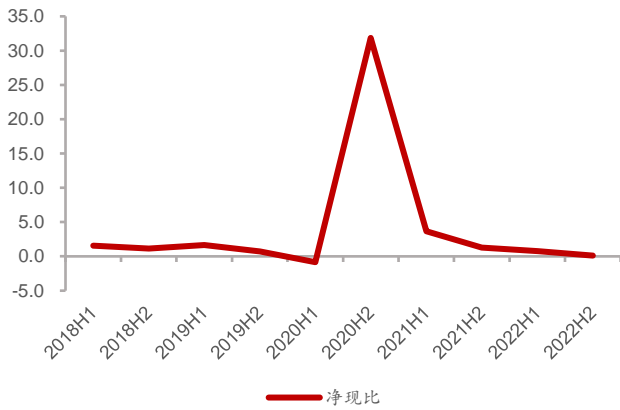
图表 12 公司现金流季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所



图表 13 公司净现比半年度变化情况



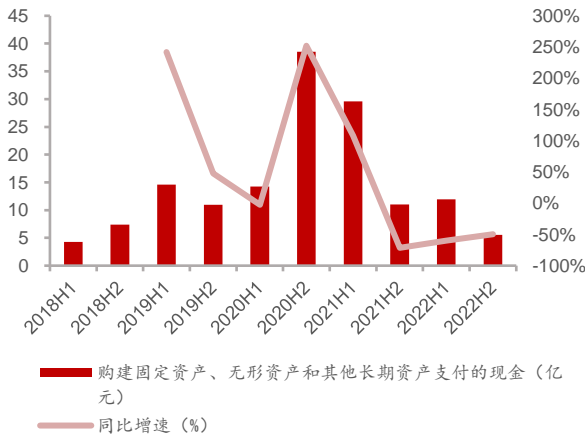
图表 14 公司净现比季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况



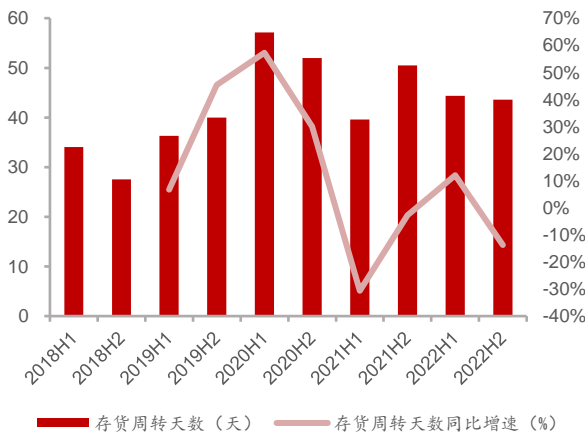
图表 16 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况



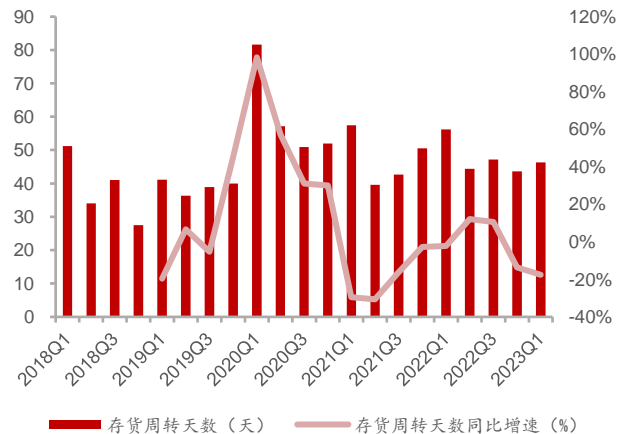
资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况



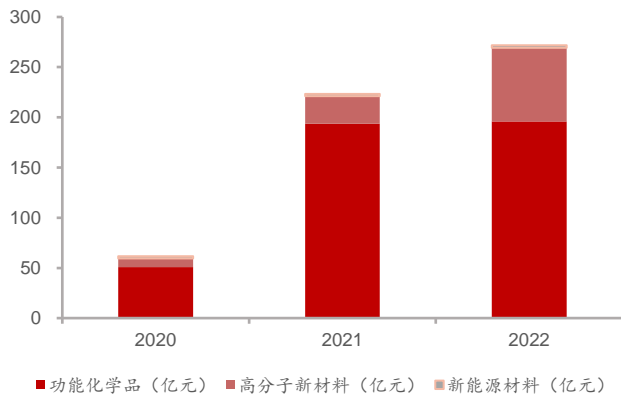
图表 18 公司存货周转天数季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

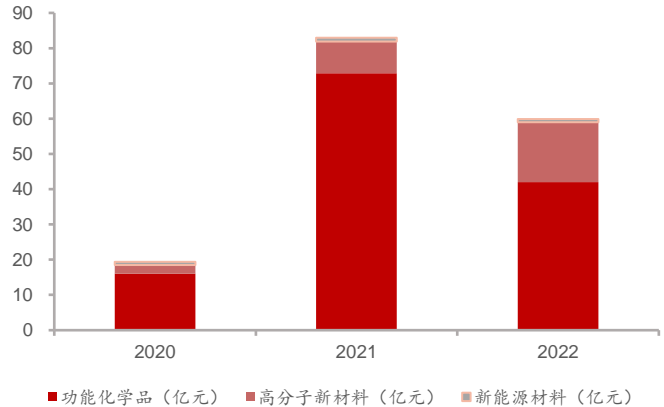
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 19 公司产品营收年度变化情况



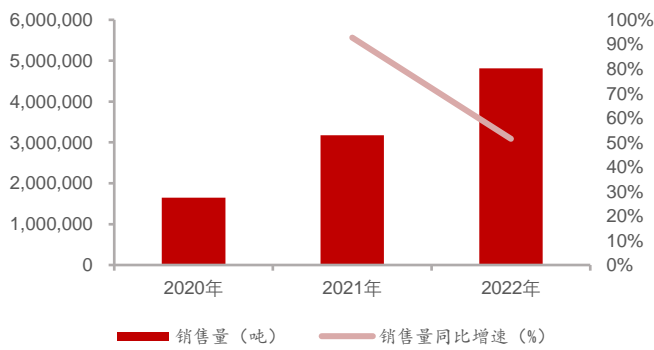
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 公司产品毛利润年度变化情况



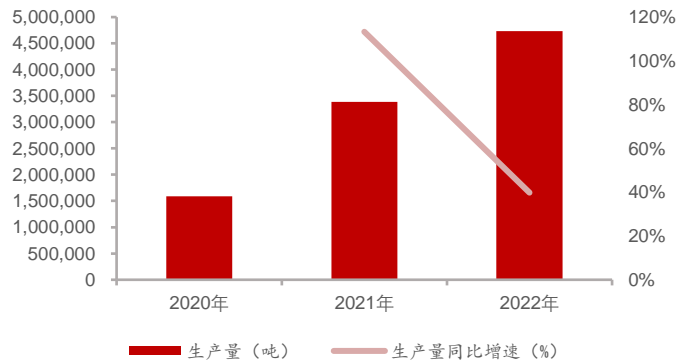
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 21 公司化学品及新材料行业产品销售量年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 22 公司化学品及新材料行业产品生产量年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 利润低点过去, 2023 年盈利将迎来显著修复

### 2.1 C2 板块: 乙烷价格下行, C2 迎来修复

C2 业务营收利润占比持续提升, 为公司贡献业绩。随着连云港石化项目的投放, C2 化学品营收和利润占比不断提升。公司参照 C3 产业链的成功经验, 建设乙烷裂解装置, 采用进口乙烷拓展 C2 产业链, 依托其独立的定价体系, 在高油价的市场现状下填补我国乙烯产能缺口。

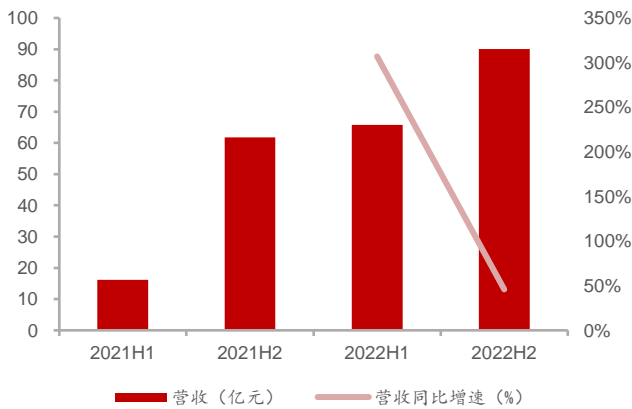
2022 年, C2 板块连云港石化实现营收 155.81 亿元, 同比上升 100.01%, 二期增量产能使收入及产销明显增加; 实现净利润 6.34 亿元, 净利同比下降 60.67%, 盈利能力下降主要源于全球天然气价格大幅提升对原料价格的拉动使 C2 盈利能力下降, 以及疫情反复下需求较弱。

价格方面, 22Q4 公司 C2 产品聚乙烯/环氧乙烷/聚醚大单体/乙二醇/苯乙烯/聚

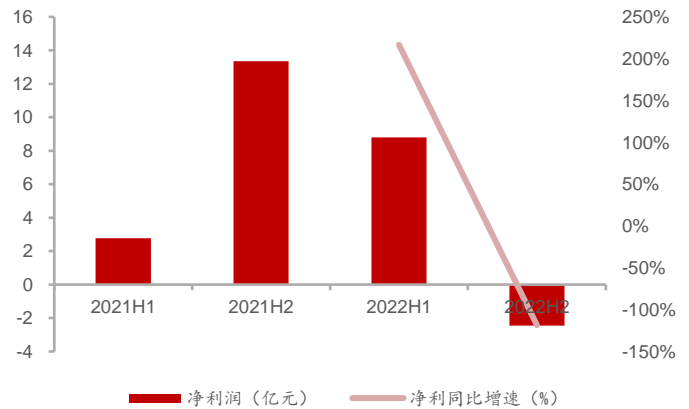
苯乙烯均价为 8438/7019/8380/4124/8337/10415 元/吨，同比变动 -6.76%/-15.50%/-18.24%/-26.27%/-5.10%/-8.72%，环比+3.64%/+1.65%/-3.79%/-6.02%/-12.03%/-4.56%，大部分产品受市场走弱，同时疫情影响工厂开工，需求量减小，导致价格下跌。产品价差方面，环氧乙烷-乙烯/聚乙烯-乙烯/聚苯乙烯-苯乙烯环比+16.28%/+41.35%/+44.75%，由于中东、美国、欧洲的供应持续增加，大量低价货源进港，加之受疫情影响，部分下游行业开工持续走弱，难以支撑需求面，乙烯原料价格持续下跌，且幅度大于产品环氧乙烷和聚乙烯，使得价差扩大。乙二醇-乙烯/聚醚大单体-环氧乙烷/苯乙烯-纯苯-乙烯价差环比-65.51%/-22.73%/-19.25%，由于下游需求及开工率走软，产品价格下跌幅度高于原料，价差减小。2022 年，供应端压力、疫情反复及经济下行带来的需求下滑对价格带来压力，导致价格相对去年同期水平有所下跌，公司盈利能力受到一定压力。2023 年一季度，C2 下游产品价格经历先上涨后下跌。年后，由于疫情管控政策放松，烯烃下游市场情绪有所抬升，价格有所回暖，但随着节后补库结束，实际需求恢复不及预期，季度下游库存上升，采购热情下降，导致价格又出现下跌。2023 年，我们认为复苏是全年主线，需求逐步恢复。

另一方面，由于全球天然气价格大幅提升，美国提升出口，乙烷价格一度上涨至 60 美分/加仑，公司二、三季度盈利压缩明显。随着欧洲天然气补库结束，同时暖冬背景下需求同比下降，四季度开始乙烷价格已出现明显回落，四季度均价 39 美分/加仑，环比三季度下降 29%。2023 年一季度，乙烷价格进一步下行，一季度均价已经进一步下降至 25 美分/加仑，环比下降 36%。原料端压力减轻，C2 盈利在 2023 年将有明显修复。

图表 23 公司 C2 板块营收半年度变化情况



图表 24 公司 C2 板块净利半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 25 C2 板块经营数据

C2 板块								
	营收	营收同比增速	净利润	净利同比增速	净利率	营收	净利润	净利率
	亿元	%	亿元	%	%	亿元	亿元	%
2021H1	16.16		2.78		17.20%	77.90	16.12	20.70%
2021H2	61.74		13.35		21.62%			
2022H1	65.76	306.93%	8.80	216.68%	13.38%	155.81	6.34	4.07%
2022H2	90.05	45.85%	-2.46	-118.45%	-2.73%			

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 26 C2 板块产品半年度价格价差

	元/吨(含税价)	半年度均价								
		20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	22H1 同比	22H1 环比	22H2 同比	22H2 环比
C2 板块	聚乙烯	7578	8347	8728	8970	8289	7.46%	2.76%	-5.03%	-7.59%
	环氧乙烷	7234	7664	7904	7810	6962	1.92%	-1.18%	-11.91%	-10.86%
	聚醚大单体	9287	9395	9820	9522	8546	1.35%	-3.03%	-12.97%	-10.25%
	乙二醇	3828	5087	5511	5117	4257	0.59%	-7.15%	-22.74%	-16.80%
	苯乙烯	6284	8684	8955	9576	8911	10.28%	6.94%	-0.49%	-6.95%
	聚苯乙烯	10107	11361	11411	11030	10666	-2.91%	-3.34%	-6.54%	-3.30%
	乙烯-乙烷	5015	5945	5438	5136	3505	-13.60%	-5.55%	-35.55%	-31.76%
	乙二醇-乙烯	-98	503	758	-4	149	-100.75%	-100.50%	-80.31%	-4070.68%
	环氧乙烷-乙烯	2261	1857	1883	1324	1758	-28.67%	-29.68%	-6.63%	32.77%
	聚醚大单体-环氧乙烷	2198	1885	2074	1868	1723	-0.89%	-9.92%	-16.91%	-7.76%
	聚乙烯-乙烯	1036	707	807	435	1442	-38.40%	-46.04%	78.74%	231.26%
	苯乙烯-纯苯-乙烯	1483	1296	641	399	817	-69.17%	-37.67%	27.55%	104.65%
聚苯乙烯-苯乙烯	3823	2677	2456	1454	1755	-45.69%	-40.81%	-28.57%	20.68%	

资料来源: Choice, iFind, 华安证券研究所

图表 27 C2 板块产品季度价格价差 (元/吨)

	产品	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q2 同比	22Q2 环比	22Q3 同比	22Q3 环比	22Q4 同比	22Q4 环比	23Q1 同比	23Q1 环比
C2 板块	聚乙烯	8368	8327	8407	9050	8909	9029	8142	8438	8293	8.44%	1.35%	-3.15%	-9.83%	-6.76%	3.64%	-6.91%	-1.72%
	环氧乙烷	7609	7717	7500	8308	7659	7959	6906	7019	6684	3.14%	3.91%	-7.93%	-13.24%	-15.50%	1.65%	-12.73%	-4.78%
	聚醚大单体	9422	9369	9389	10250	9539	9506	8710	8380	8175	1.46%	-0.34%	-7.24%	-8.38%	-18.24%	-3.79%	-14.30%	-2.44%
	乙二醇	5092	5082	5427	5594	5213	5022	4388	4124	4213	-1.17%	-3.66%	-19.14%	-12.62%	-26.27%	-6.02%	-19.18%	2.15%
	苯乙烯	7839	9515	9126	8784	9027	10117	9477	8337	8426	6.32%	12.07%	3.84%	-6.33%	-5.10%	-12.03%	-6.65%	1.08%
	聚苯乙烯	11176	11543	11413	11410	10806	11251	10912	10415	10078	-2.53%	4.12%	-4.39%	-3.01%	-8.72%	-4.56%	-6.73%	-3.23%
	乙烯-乙烷	5929	5960	5174	5702	5699	4582	3052	3965	5035	-23.11%	-19.60%	-41.03%	-33.41%	-30.46%	29.94%	-11.66%	26.97%
	乙二醇-乙烯	560	446	899	616	179	-183	221	76	123	-141.13%	-202.63%	-75.42%	-220.52%	-87.63%	-65.51%	-30.94%	61.87%
	环氧乙烷-乙烯	1869	1845	1764	2003	1283	1366	1627	1892	1504	-25.98%	6.44%	-7.78%	19.15%	-5.53%	16.28%	17.26%	-20.49%
	聚醚大单体-环氧乙烷	1965	1807	2039	2109	2033	1706	1942	1501	1625	-5.56%	-16.07%	-4.76%	13.85%	-28.82%	-22.73%	-20.07%	8.27%
	聚乙烯-乙烯	815	600	859	754	519	353	1197	1691	1477	-41.11%	-31.85%	39.23%	238.60%	124.25%	41.35%	184.87%	-12.66%
	苯乙烯-纯苯-乙烯	1268	1322	589	693	319	478	904	730	866	-63.81%	49.95%	53.48%	88.87%	5.33%	-19.25%	171.44%	18.69%
	聚苯乙烯-苯乙烯	3336	2028	2287	2626	1779	1134	1436	2078	1652	-44.06%	-36.22%	-37.23%	26.58%	-20.84%	44.75%	-7.14%	-20.53%

资料来源: Choice, iFind, wind, 华安证券研究所

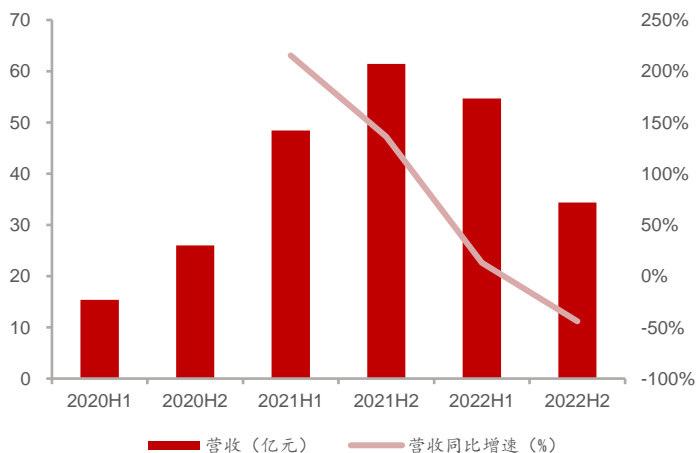
## 2.2 C3 板块: 盈利短暂承压, 静待需求修复

公司是国内丙烯酸及酯的龙头企业, 经过多年的产业链建设, 现已形成完整的 C3 产业链, 产能全国第一, 全球前三, 具有明显的规模化优势。由于公司已形成从上游丙烷脱氢到下游丙烯酸的全产业链一体化布局, 可以享受丙烷脱氢与丙烯酸及酯供需的盈利弹性, 同时利用多元的产业链布局, 根据市场供需情况对于产品结构进行调整, 极大程度上提高产业链的盈利能力。

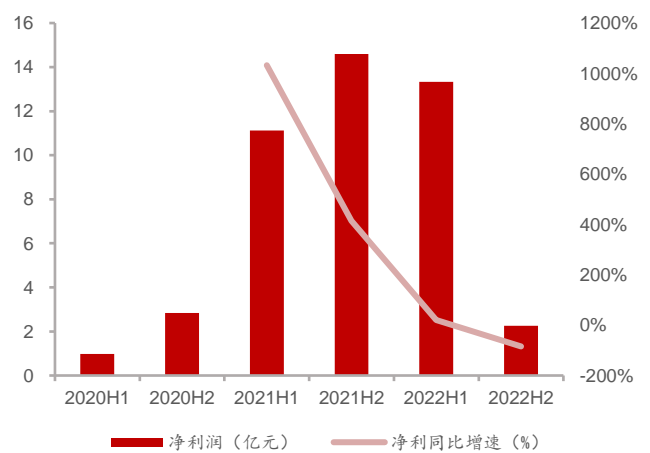
2022 年, C3 板块平湖石化实现营收 89.03 亿元, 同比减少 18.92%; 实现净利润 15.59 亿元, 净利同比减少 39.39%。与去年同期相比, 公司的 C3 板块业务盈利能力有所下降。价格方面, 22Q4 公司 C3 产品丙烯酸/丙烯酸丁酯/聚丙烯均价为 8442/9177/7995 元/吨, 同比变动 -49.46%/-40.85%/-7.52%, 环比 -12.63%/-6.33%/-2.48%。产品价差方面, 丙烯-丙烷/丙烯酸丁酯-丙烯酸环比 +106.43%/+2.81%。聚丙烯-丙烯/丙烯酸-丙烯价差环比 -37.09%/-29.81%。上半年, 俄乌冲突使得全球能源价格大幅上行, 丙烷价格带动上涨, PDH 价差显著缩小, 但丙烯酸及酯板块仍延续 2021 年较好景气度, 22H2 价差同比上涨 92%, 对 C3 板块的整体盈利形成支撑。下半年, 随着疫情反复, 需求走弱, 丙烯酸产业链盈利持续收窄, 22H2 丙烯酸价差同比下跌 63%, 同时丙烷旺季维持高位, PDH 盈利仍然微弱, C3 产业链盈利情况不佳。

2023 年一季度, C3 下游产品价格经历先上涨后下跌。年后, 由于疫情管控政策放松, C3 下游市场情绪有所抬升, 丙烯酸及丙烯酸酯价格有所回暖, 但随着节后补库结束, 实际需求恢复不及预期, 季度下游库存上升, 采购热情下降, 导致价格又出现下跌。2023 年, 我们认为复苏是全年主线, 需求逐步恢复, 下半年将好于上半年。目前, PDH 及丙烯酸价差均处于历史 30%分位以下, 价差下跌空间有限, 随着丙烷原料淡季价格下跌及需求的逐季度复苏, 我们认为 C3 板块盈利有望反弹。

图表 28 公司 C3 板块营收半年度变化情况



图表 29 公司 C3 板块净利半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 30 C3 板块经营数据

C3 板块								
	营收	营收同比增速	净利润	净利同比增速	净利率	营收	净利润	净利率
	亿元	%	亿元	%	%	亿元	亿元	%
2020H1	15.35		0.98		6.40%	41.36	3.82	9.23%
2020H2	26.01		2.83		10.90%			
2021H1	48.39	215.34%	11.12	1032.29%	22.98%	109.81	25.72	23.42%
2021H2	61.41	136.07%	14.60	414.96%	23.77%			
2022H1	54.67	12.97%	13.33	19.84%	24.38%	89.03	15.59	17.51%
2022H2	34.36	-44.06%	2.26	-84.53%	6.57%			

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 C3 板块产品半年度价格价差

	元/吨(含税价)	半年度均价								
		20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	22H1 同比	22H1 环比	22H2 同比	22H2 环比
C3 板块	丙烯酸	8903	10556	15755	15258	9056	44.55%	-3.16%	-42.52%	-40.64%
	丙烯酸丁酯	8898	15509	16934	14269	9489	-7.99%	-15.74%	-43.96%	-33.50%
	聚丙烯	8195	8699	8604	8702	8098	0.02%	1.13%	-5.88%	-6.94%
	丙烯-丙烷	2973	2633	1335	503	469	-80.89%	-62.33%	-64.92%	-6.88%
	丙烯酸-丙烯	3707	4857	10053	9332	3749	92.14%	-7.17%	-62.71%	-59.83%
	丙烯酸丁酯-丙烯酸	3557	9175	7481	5114	4055	-44.26%	-31.64%	-45.79%	-20.70%
	丙烯酸丁酯-丙烯酸-正丁醇	-643	1545	-51	-977	-512	-163.22%	1827.63%	910.05%	-47.60%
	聚丙烯-丙烯	978	784	684	471	726	-39.94%	-31.15%	6.12%	54.14%
	乙烯-石脑油	1712	1361	731	105	-1213	-92.30%	-85.66%	-265.77%	-1256.01%
	MTO	5507	6000	5275	5715	4528	-4.76%	8.33%	-14.16%	-20.76%

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 32 C3 板块产品季度价格价差

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q2 同比	22Q2 环比	22Q3 同比	22Q3 环比	22Q4 同比	22Q4 环比	23Q1 同比	23Q1 环比	
C3 板块	丙烯酸	10708	10406	14809	16702	15589	14932	9662	8442	7637	43.49%	-4.21%	-34.76%	-35.29%	-49.46%	-12.63%	-51.01%	-9.53%
	丙烯酸丁酯	14385	16615	18354	15514	14951	13598	9797	9177	9782	-18.16%	-9.05%	-46.62%	-27.95%	-40.85%	-6.33%	-34.57%	6.60%
	聚丙烯	8758	8642	8563	8645	8625	8777	8199	7995	7871	1.56%	1.75%	-4.25%	-6.58%	-7.52%	-2.48%	-8.75%	-1.55%
	丙烯-丙烷	2468	2795	1771	900	559	448	307	633	330	-83.98%	-19.92%	-82.69%	-31.54%	-29.69%	106.43%	-40.97%	-47.84%
	丙烯酸-丙烯	5156	4563	9193	10913	9678	8992	4400	3088	2302	97.08%	-7.09%	-52.14%	-51.07%	-71.70%	-29.81%	-73.67%	-17.50%
	丙烯酸丁酯-丙烯酸	7960	10372	9468	5493	5597	4638	4000	4112	5200	-55.28%	-17.13%	-57.76%	-13.77%	-25.15%	2.81%	-7.10%	26.46%
	丙烯酸丁酯-丙烯酸-正丁醇	1203	1883	347	-449	-649	-1300	-455	-569	442	-169.05%	100.36%	-231.02%	-64.98%	26.89%	25.10%	-901.43%	-1013.15%

聚丙烯-丙烯	1047	526	763	606	415	526	890	560	461	0.03%	26.66%	16.69%	69.18%	-7.60%	-37.09%	93.24%	43.34%
乙烯-石脑油	1601	1126	656	807	-96	303	-1401	-1021	-1123	-73.09%	-414.70%	-313.61%	-562.40%	-226.54%	-27.09%	1066.40%	9.94%
MTO	5840	6157	5577	5226	5536	5890	4529	4527	4604	-4.34%	6.39%	-18.79%	-23.10%	-13.37%	-0.04%	-16.85%	1.69%

资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3 聚焦新材料方向，新业务新领域快速导入

卫星确立了坚持轻质化原料为核心，打造低碳化学新材料科技公司的战略目标，推动轻烃产业链建设，合理布局新能源、新材料、功能化学品等规划项目，稳步实施在建项目，进一步扩大具有竞争力产品的全产业链建设。

**阿尔法烯烃中试达到既定目标，公司突破 POE 国产化的核心环节。**3月30日晚，卫星化学发布公告，近日公司收到连云港石化有限公司通知，公司1000吨 $\alpha$ -烯烃工业试验装置已实现稳定运行，达到工业试验装置预定目标。其中，1-己烯产品质量达到国内行业标准；1-辛烯为国内首创，国内尚无生产装置，全部依赖进口，本次对标进口样品质量均已达标，标志着公司自主研发的 $\alpha$ -烯烃工业试验装置开车成功。 $\alpha$ -烯烃是制约我国 POE、高端聚烯烃和高端润滑油产业的关键原料，尤其是1-辛烯国内尚无成熟产业化装置，全部依赖进口，公司此次产品推出弥补国内空白。POE 未来是千亿市场，随着 n 型化进程不断推进，POE 需求将快速起量，此前制约产业的环节主要是 POE 及其上游的供给被长期卡脖子，近年来我们也看到行业攻克 POE 粒子的进程在加快，未来两年将是国内 POE 产业加速的两年。由于 $\alpha$ -烯烃（主要是1-辛烯）是关键前驱体，而工业化示范项目/拟建项目远少于 POE，我们认为在未来 POE 的竞争中， $\alpha$ -烯烃将是制约产业以及决定未来企业成本竞争力的关键，同时公司也拥有处于行业成本最左侧的乙烯，我们认为公司将在未来 POE 产业链的竞争中脱颖而出。

**绿色化学新材料产业园项目将于 2023 年内实现全部投产。**2021 年末，公司公告投资新建绿色化学新材料产业园项目，总投资约 150 亿元，建设内容主要包括年产 20 万吨乙醇胺(EOA)、年产 80 万吨聚苯乙烯(PS)、年产 10 万吨 $\alpha$ -烯烃与配套 POE、年产 75 万吨碳酸酯系列生产装置及相关配套工程，共分三期进行分步实施。公司一期一阶段工程顺利推进，部分装置已于 2022 年三季度开始陆续建成试生产，2023 年内预计全部完成。此次绿色化学新材料项目公司前瞻性布局了电池级碳酸酯、 $\alpha$ -烯烃及 POE 等一系列卡脖子新材料系列项目，凭借轻烃原料优势以及前瞻性和高强度的研发投入有望在新材料的角逐中脱颖而出。

**计划新建二期 5 万吨 EAA，内生外延推进国产替代。**3月23日，公司公告与 SKGC 签署合作备忘录，进一步合作建设、运营生产规模为 5 万吨/年的 EAA 装置。投资主体为中韩科锐公司，投资总额 21.7 亿元，SKGC 持有 60% 股权，山特莱（卫星全资子公司）持有 40% 股权，股权比例与一期一致。2022 年 8 月公司宣布与 SKGC 投建 4 万吨 EAA 装置，是国内首套装置，此次二期 5 万吨是上一次合作的延续，公司继续加码这一国产替代关键领域。EAA 是一种包装新材料，具有极佳的热封性、抗撕裂性，能够隔绝空气和水汽，对金属、玻璃等有卓越的粘合能力，在电动汽车电池电极和隔膜、食品药品包装、光伏等领域应用广泛，也可应用于电线电缆、钢铁涂料。在复合薄膜的粘结中间层领域，EAA 有较好的市场前景。据文献报道，EAA

较 EVA 有更高的粘结性能和更高的热稳定性，并属于非腐蚀性产品，能够适应的加工条件范围更宽，在部分领域有代替 EVA 的可能。EAA 是乙烯和精丙烯酸通过高温高压自由基聚合而成，布局该产品能够融合公司 C2 和 C3 原料综合布局优势，公司成本优势显著。协议明确，卫星子公司山特莱将为合资公司提供乙烯和精丙烯酸原料。EAA 是乙烯与精丙烯酸的共聚产物，能够有效结合公司现有 C2 和 C3 产业链，原料全部自给。此次卫星化学和 SKGC 的合作是公司外延寻求先进材料的关键举措，体现了公司积极向新材料领域布局的决心。

卫星化学是轻烃化工龙头，产品产能位于领先地位。公司产业链一体化优势显著，成本优势领先。我们预计卫星化学 2023-2025 年归母净利润 50.64、68.05、75.50 亿元，对应 PE 为 9.59X/7.13X/6.43X。维持买入评级。

## 风险提示：

项目建设不及预期；  
产品及原料价格大幅波动；  
烯烃行业竞争加剧；  
宏观经济下行。



**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	11735	21857	28818	38811	
现金	5532	10777	17650	28264	
应收账款	676	1263	1241	1305	
其他应收款	138	132	153	180	
预付账款	463	546	575	640	
存货	3877	6041	6751	6589	
其他流动资产	1050	3098	2448	1833	
<b>非流动资产</b>	44650	54399	62456	70635	
长期投资	2239	2308	2421	2512	
固定资产	19033	21370	21631	22264	
无形资产	1265	1469	1705	1925	
其他非流动资产	22113	29252	36700	43934	
<b>资产总计</b>	56385	76256	91275	109446	
<b>流动负债</b>	10067	18402	15900	16548	
短期借款	1077	0	0	0	
应付账款	5537	11652	10191	10773	
其他流动负债	3453	6750	5709	5775	
<b>非流动负债</b>	25168	32973	44838	55962	
长期借款	10549	11487	16487	20487	
其他非流动负债	14619	21485	28351	35475	
<b>负债合计</b>	35235	51375	60738	72510	
少数股东权益	34	49	75	101	
股本	3369	3369	3369	3369	
资本公积	4982	4983	4983	4983	
留存收益	12765	16481	22110	28484	
归属母公司股东权	21117	24833	30461	36835	
<b>负债和股东权益</b>	56385	76256	91275	109446	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	5935	14145	9254	14757	
净利润	3062	5064	6805	7550	
折旧摊销	2696	4157	4473	4975	
财务费用	989	1012	1304	1695	
投资损失	-399	-427	-556	-549	
营运资金变动	-735	4312	-2814	1045	
其他经营现金流	4119	779	9661	6547	
<b>投资活动现金流</b>	-2719	-13441	-11941	-12578	
资本支出	-2487	-13302	-11886	-12596	
长期投资	-110	26	-18	-9	
其他投资现金流	-122	-165	-37	28	
<b>筹资活动现金流</b>	-7982	4542	9559	8434	
短期借款	-346	-1077	0	0	
长期借款	-2926	939	5000	4000	
普通股增加	1649	0	0	0	
资本公积增加	-1616	0	0	0	
其他筹资现金流	-4744	4680	4559	4434	
<b>现金净增加额</b>	-4467	5246	6873	10614	

资料来源:公司公告, 华安证券研究

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业收入</b>	37044	48953	56975	59455	
营业成本	30925	39855	45439	46454	
营业税金及附加	119	160	185	194	
销售费用	88	110	132	135	
管理费用	534	789	870	933	
财务费用	849	1012	1304	1695	
资产减值损失	0	-16	-25	-20	
公允价值变动收益	-291	0	0	0	
投资净收益	399	427	556	549	
<b>营业利润</b>	3448	5792	7716	8601	
营业外收入	11	23	21	18	
营业外支出	14	21	15	17	
<b>利润总额</b>	3445	5795	7721	8603	
所得税	368	716	889	1027	
<b>净利润</b>	3077	5079	6832	7576	
少数股东损益	15	15	26	26	
<b>归属母公司净利润</b>	3062	5064	6805	7550	
EBITDA	6882	10457	12858	14631	
EPS (元)	0.91	1.50	2.02	2.24	

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	29.7%	32.1%	16.4%	4.4%
营业利润	-50.6%	68.0%	33.2%	11.5%
归属于母公司净利	-49.0%	65.4%	34.4%	10.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	16.5%	18.6%	20.2%	21.9%
净利率 (%)	8.3%	10.3%	11.9%	12.7%
ROE (%)	14.5%	20.4%	22.3%	20.5%
ROIC (%)	7.7%	9.4%	9.7%	9.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	62.5%	67.4%	66.5%	66.3%
净负债比率 (%)	166.6%	206.5%	198.9%	196.3%
流动比率	1.17	1.19	1.81	2.35
速动比率	0.73	0.83	1.35	1.91
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.66	0.64	0.62	0.54
应收账款周转率	54.80	38.76	45.91	45.57
应付账款周转率	5.58	3.42	4.46	4.31
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.91	1.50	2.02	2.24
每股经营现金流薄)	1.76	4.20	2.75	4.38
每股净资产	6.27	7.37	9.04	10.93
<b>估值比率</b>				
P/E	17.03	9.59	7.13	6.43
P/B	2.47	1.95	1.59	1.32
EV/EBITDA	10.74	6.86	5.96	5.28

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。